

市場の注目は景気減速より利上げ減速に

Weekly Global

Mark Haefele, Global Wealth Management Chief Investment Officer, UBS AG

今週の要点

市場は景気の減速ではなく、FRB の利上げペースの減速に注目

米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長が、早ければ 12 月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で利上げペースを減速する可能性があることと再び述べたことを受けて、11 月 30 日の S&P500 種株価指数は 3.1%上昇した。11 月は S&P500 種株価指数が 5.6%上昇し、2021 年以来初めて 2 カ月連続の上昇となった。投資家は 12 月の FOMC で利上げ幅が 0.75%から 0.50%に減速されると自信を深めている。

雇用指標はまちまちながらも、米国株式はパウエル議長の発言後に上昇を続けている。10 月の求人件数は減少したが、11 月の非農業部門雇用者数は予想を上回る前月比 26 万 3,000 人増となり、平均時給は 1 月以降で最大の上昇率となった。

投資家は、FRB の積極的な利上げ姿勢が後退する可能性を歓迎しているが、景気鈍化で目先の株式市場の見通しには暗雲が立ち込めている。2022 年にこれまで行った計 4%の利上げに運行して現れる効果は、まだ顕在化していない。11 月の FOMC 議事録は、来年の景気後退リスクの高まりを示唆した。購買担当者景気指数(PMI)や住宅関連指標は、経済の勢いが衰えていることを示している。そうした経済成長の減速は、2023 年の米国企業利益が 4%減少するとの我々の予想を裏付けている(ボトムアップによるコンセンサス予想は 5%の増加)。

我々は 2023 年は市場センチメントが引き続き改善すると予想しているが、その転換点は、投資家が利上げペースの減速ではなく利下げを予想し始めた時、初めて訪れるのかもしれない。

要点: 2022 年 10 月に底値をつけて以来、米国株式は約 13% 上昇しているが、この先もボラティリティが高い相場を予想する。こうした背景から、伝統的な資産との相関の低いヘッジファンド戦略や、インカム追求戦略を推奨する。

前向きな政策対応にもかかわらず、中国の見通しはまだら模様

中国では、主要都市での激しい抗議デモを受け、政府がゼロコロナ政策による打撃を和らげるべく追加支援策を講じており、それが中国株式市場に追い風となっている。政府は経済活動の再開に向けた重要な一歩である高齢者に対するワクチン接種率の引き上げを公約し、過度に厳格なコロナ対応を行わないよう地方政府に求めていくことを示唆した。また一部の都市では陽性確認者の自宅隔離を認めており、大きな前進と言える。その前には、不動産デベロッパーのテコ入れ支援を含む経済支援策も実施された。

だがこうした最近の動向にもかかわらず、11 月はMSCI中国指数が 29% 上昇した後、中国の見通しは依然まだら模様だ。

新型コロナウイルス新規感染者数の増加が今もなお景気の重石となっており、1 日の新規感染者数は週初に 4 万人超と過去最多を記録した。これにより主要都市では一段と移動制限が強化されている。新型コロナに対する市民の懸念や医療制度のひっ迫を踏まえると、自主的なロックダウンが依然として重石になる可能性がある。

今週の動き

1. 米国の経済データはインフレ圧力の緩和を示唆するか？米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長は先週の講演で、政策当局はサプライチェーンの混乱が和らぎ、インフレ圧力が弱まる兆候を探るだろうと強調した。また、「モノのインフレ率が鈍化したと宣言するのは時期尚早である」と付け加えた。投資家は、インフレ率の鈍化を示唆する指標として 11 月の生産者物価指数(PPI)に注目するだろう。食品とエネルギーを除いたコアPPIは、コンセンサス予想では前月比横ばいとされている。
2. 中国は表明した厳格なゼロコロナ政策の緩和を実行に移すか？各地で行われた抗議デモを受け、中国当局はゼロコロナ政策を緩和する姿勢を示した。投資家は来週にかけてより具体的な政策措置に注目するだろう。
3. OPECプラスの生産目標据え置きを受け、北海ブレント原油価格は上昇を続けるか？産油国連合OPECプラスが 4 日に原油生産目標の据え置きを決定したにもかかわらず、北海ブレント原油価格は翌 5 日に一時 2% 上昇した。しかし、世界経済の減速懸念が高まる中、同原油価格は 11 月の直近ピークを依然 10% 超下回っている。

る。我々は、2023年7-9月期(第3四半期)ごろに国内開発のmRNAワクチンが承認されるまで、中国経済の全面的な再開はないと予想する。

要点: 今後数カ月間は、中国経済や市場に対する逆風が大幅に和らぐとはみていない。よって、中国株式は引き続き中立とする。また、中国経済の回復の遅れは世界経済と市場にとってリスクと見ており、ディフェンシブ資産の比重を高めるといふ我々の推奨を裏付ける。

プライベート・エクイティへの投資を継続

プライベート・エクイティ・ポートフォリオの評価額の下落は上場市場に遅行して現れる。ケンブリッジアソシエツのベンチマーク(取得可能な最新データ)によると、米国プライベート・エクイティのリターンは、2022年1-3月期(第1四半期)が約-0.35%、第2四半期が約-5%だった。上場市場では、S&P500種株価指数の当該期間のリターンはそれぞれ-4.6%、-16.1%だった。上場市場のさらなる下落を反映して、プライベート・エクイティのポートフォリオの評価額は年末に向けて一段と下落するだろう。

しかしながら、投資家には、ビンテージ(組成年)の分散を維持して優れたマネジャーによる投資を続け、市場混乱の中で投資機会を探ることを勧める。

第1に、ケンブリッジアソシエツの米国バイアウト指数で計測したところ、過去3回の景気後退局面では、米国プライベート・エクイティの評価額の平均下落率は、S&P500種の下落率の55%に留まった。第2に、プライベート市場(非上場市場)投資のマネジャーは、費用削減、資金投入の見合わせ、その他手段(追加の資金調達、追加の資本注入)の活用など、市場下落局面への対応で高い柔軟性を有している。

最後に、歴史的には、上場市場がボトムをつけた後数年内にプライベート・エクイティに投資をすると高リターンを獲得することができている。ケンブリッジアソシエツのデータを1995年まで遡って分析したところ、上場市場がボトムをつけた年にプライベート・エクイティに投資した場合のIRR(内部収益率)は14.8%、翌年投資した場合のIRRは18.6%だった。上場市場がボトムをつける年の1年前、2年前に投資した場合のIRRは、それぞれ11.4%、8%だった。

要点: プライベート・マーケット投資はポートフォリオの分散化において重要な役割を担い、長期にわたり絶対ベースで魅力的なリスク調整後リターンを生むことが期待できる。一方、上場市場の投資に比べて、情報開示が限定的、流動性が低い、レボートが遅行するなどのデメリットもある。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものでもありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価値、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 2.20%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 0.5%または 0.5 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 1%を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 2022 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者

商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者

商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号